

Nedžad Polić\*

UDK 332.025.28  
JEL Klasifikacija L33, P26  
Stručni članak

## MODEL PRIVATIZACIJE I TRANSFORMACIJA VLASNIŠTVA PRIVATIZIRANOG KAPITALA

*Autor u ovome radu istražuje uticaj inicijalnog modela privatizacije na koncentraciju vlasništva u tijeku druge privatizacije u poduzećima koja su bila predmet privatizacije. Analiziramo podatke koji su dobijeni za pet zemalja u tranziciji uključivši Sloveniju, Češku, Poljsku, Mađarsku i Hrvatsku. Model privatizacije orijentiran prema makroekonomskim i političkim ciljevima izaziva veoma aktivnu fluktuaciju privatiziranoga kapitala u razdoblju druge privatizacije. Institucionalni okvir ima veoma ograničen uticaj na tijekove u fazi druge privatizacije – prevladavaju mikroekonomski ciljevi. Hrvatska, Slovenija, Poljska i Češka svjedoče značajnim promjenama u ekonomski motiviranoj transformaciji vlasništva privatiziranog kapitala, a Mađarska, kao zemlja u kojoj je privatizacija bila orijentirana ponajprije na mikroekonomske ciljeve, praktično nije imala promjene u vlasničkim strukturama kompanija. Zaključak ovoga rada morao bi biti veoma koristan ne samo za kreatore politike privatizacije u svim zemljama u tranziciji gdje je privatizacija još uvijek u tijeku, već i svim vladama koje će se suočavati s izazovima privatizacije u budućnosti.*

*Ključne riječi: modeli privatizacije, privatizirani kapital, zemlje u tranziciji*

### Uvod

Svaka je zemlja u tranziciji, bez obzira na univerzalnost procesa i istovrsnost uzroka i motiva, razvila relativno originalan model privatizacije državnog kapita-

---

\* N. Polić, dr. sc., Ekonomski fakultet u Sarajevu ([nedzad.polic@hifaoil.ba](mailto:nedzad.polic@hifaoil.ba))  
Rad primljen u uredništvo 11. 02. 2008.

la - kritične faze procesa tranzicije. Takav pristup proizilazi iz političke dimenzije tog procesa i iz namjere svake od zemalja da osigura realizaciju potrebnog minimuma političkih ciljeva. Tako je jedan broj zemalja preferirao postepenu privatizaciju, druge, pak, «šok» terapiju. Neke su, opet, nastojale privatizaciju zadržati unutar nacionalnih okvira, a druge su se više ili manje otvorile prema investitorima iz inozemstva. Osim toga, većina je zemalja definirala institucionalni okvir i modele privatizacije ističući, prije svega, ciljeve na makroekonomskoj razini, a rijedak su slučaj zemlje koje su se više okrenule restrukturiranju poduzeća kao prioritetnoj zadaći.

Ipak, sve su zemlje provodile privatizaciju državnog kapitala kao proces transfera kontrole sa državnog na privatni sektor, primjenjujući određene modele i metode. Isto su se tako sve zemlje suočile sa problemom struktura vlasnika privatiziranog kapitala, točnije sa pitanjem jesu li one rezultat na ekonomskim principima zasnovanih motiva, ili su potreba proistekla iz okvira privatizacije. Važnije je pitanje, zapravo, bilo jesu li te strukture vlasnika privatiziranog kapitala sposobne podići performanse poslovanja poduzeća na razinu koja omogućuje uspješan opstanak poduzeća u tržišnom ambijentu? Pozitivan odgovor na to pitanje podrazumijeva da prvobitno uspostavljena struktura vlasnika privatiziranog kapitala nije morala trpiti značajne izmjene u razdoblju «druge»<sup>1</sup> privatizacije, tj. privatizacije koja je rezultat ekonomski motiviranih interesa. Negativan, pak, podrazumijeva potrebu da upravo ta faza omogući promjene u strukturi vlasnika kapitala koje će osigurati potrebno restrukturiranje poduzeća i njegovu održivost u uvjetima tržišne ekonomije i konkurencije.

Namjera nam je ovim radom u kratkim crtama elaborirati modele i metode privatizacije koji su dominirali u fazi transformacije kapitala u poduzećima od državnog ka privatiziranom, a zatim se posvetiti promjenama u strukturi vlasnika privatiziranog kapitala u prvim godinama postprivatizacijskog perioda. Na taj način želimo dovesti u vezu inicijalni model transformacije vlasništva kapitala i opseg promjena u drugoj privatizaciji. U obradi ove teme koristit ćemo se primjerom pet zemalja u tranziciji.

## **Model privatizacije i opseg druge privatizacije u zemljama u tranziciji**

### ***Slovenija***

Koncept privatizacije u Sloveniji rezultirao je u početnoj fazi relativno koncentriranom vlasničkom strukturom. Slovenija je preferirala prilično krut model pri-

---

<sup>1</sup> Termin "druga" privatizacija vezuje se uz promjene u strukturi vlasnika privatiziranog kapitala u godinama postprivatizacijskog razdoblja koji uobičajeno traje 5 do 7 godina nakon prvobitne transformacije vlasništva.

vatizacije, nastojeći fokusirati makroekonomsku stabilnost kao ključni cilj. Naime, zakonski je mehanizam osigurao prenos većinskog paketa dionica na sasvim konkretne vlasnike 60% kapitala svih poduzeća koja su bila predmetom privatizacije: 10% penzionom fondu, 10% fondu za restituciju, 20% privatizacijskim fondovima - javnom ponudom za certifikate i 20% uposlenicima po povlaštenim uvjetima.

Za preostalih 40% kapitala na raspolaganju su bile 4 opcije: 1) otkup omogućen uposlenicima pod povlaštenim uvjetima (buy-out), 2) javna ponuda građanima (certifikati), 3) javna ponuda privatizacijskim fondovima (certifikati) i 4) otkup omogućen strateškom partneru.

Budući da su poduzeća pripremala program privatizacije, a samim time i bila u mogućnosti izabrati opciju privatizacije preostalih 40% kapitala, od ukupno 1500 poduzeća koja su bila predmet privatizacije svega se nekoliko opredijelilo za strateškoga partnera kao kupca 40% dionica. Većina ih je iskoristila povoljnosti koje im je zakon omogućivao kao internu privatizaciju, tako da je relativno manji neprivatizirani udio ostao za javnu ponudu bilo građanima, bilo privatizacijskim fondovima. Izuzetak od toga pravila bile su velike kompanije i poduzeća sa lošom pozicijom koja su pod pritiskom države prelazila u ruke privatizacijskih fondova.

Kao rezultat privatizacije u Sloveniji nastale su tri grupe poduzeća sa slijedećom strukturom vlasnika privatiziranog kapitala:

*Tabela 1.*

**SLOVENIJA - STRUKTURA VLASNIKA KAPITALA  
NAKON PRIVATIZACIJE**

Grupa vlasnika	Sva poduzeća	Poduzeća na burzi	Interno privatizirana poduzeća	Kombinovano privatizirana poduzeća
<b>Državni kapital</b>	<b>7,75</b>	<b>6,78</b>	<b>2,02</b>	<b>11,92</b>
Penzioni i fond za restituciju	21,60	20,49	21,28	22,19
PIF-ovi	19,38	17,65	14,88	22,99
<b>Svi fondovi</b>	<b>40,98</b>	<b>38,14</b>	<b>36,16</b>	<b>45,18</b>
Menadžeri	3,86	1,41	4,98	3,95
Sadašnji uposlenici	29,23	21,88	38,08	25,80
Bivši uposlenici	11,05	7,48	14,58	9,90
<b>Interni vlasnici</b>	<b>44,14</b>	<b>30,77</b>	<b>57,64</b>	<b>39,65</b>
Finansijski investitori	4,83	22,45	0,63	1,64
Strateški investitori	2,30	1,86	3,55	1,61
<b>Eksterni vlasnici</b>	<b>7,13</b>	<b>24,31</b>	<b>4,18</b>	<b>3,25</b>
<b>UKUPNO</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

Izvor: Simoneti, M., Bohm, M., Rojec, M., Damijan, J.P. i Majcen, B. (2001).

Ovako dizajniran model privatizacije obeshrabrio je unos stranog kapitala i značajnije učešće strateških ili finansijskih investitora. Dalja transformacija privatiziranog kapitala bila je također onemogućena pravnim i institucionalnim okvirom za funkcioniranje tržišta kapitala i poduzeća. Uspostavljena su jedinstvena i kruta pravila za vlasničku koncentraciju bez obzira na činjenicu da je samo manji broj poduzeća kotirao na burzi.

Usprkos činjenici da pravni i institucionalni okvir nisu bili naklonjeni suštinskoj transformaciji vlasništva privatiziranog kapitala, deset godina nakon kompletiranja tranzicije vlasništva možemo konstatirati da je broj dioničara smanjen u prosjeku za 40%.<sup>2</sup> Rezultati druge privatizacije u Sloveniji, iako nezadovoljavajući, ipak naglašavaju da je gotovo 16% privatiziranog kapitala promijenilo vlasnika već u prvim godinama postprivatizacijskog razdoblja. To ilustriraju podaci predstavljeni u tabeli 2.

*Tabela 2.*

**SLOVENIJA - PROMJENE U STRUKTURI VLASNIKA  
PRIVATIZIRANIH PODUZEĆA (U %)**

Grupa vlasnika	Sva poduzeća	Poduzeća na burzi	Interno privatizirana poduzeća	Kombinovano privatizirana poduzeća
<b>Država</b>	<b>-4,69</b>	<b>-3,98</b>	<b>-1,47</b>	<b>-7,09</b>
Penzioni i fond za restituciju	-9,02	-6,49	-9,16	-9,78
PIF-ovi	-2,13	1,37	-0,31	-4,54
<b>Svi fondovi</b>	<b>-11,15</b>	<b>-5,12</b>	<b>-9,47</b>	<b>-14,32</b>
Menadžeri	5,17	1,45	4,09	7,16
Sadašnji uposlenici	-2,19	-6,54	-4,52	0,85
Bivši uposlenici	0,35	-1,69	-1,39	2,21
<b>Interni vlasnici</b>	<b>3,33</b>	<b>-6,78</b>	<b>-1,82</b>	<b>10,22</b>
Finansijski investitori	3,88	1,77	4,22	4,38
Strateški investitori	8,63	14,11	8,54	6,81
<b>Eksterni vlasnici</b>	<b>12,51</b>	<b>15,88</b>	<b>12,76</b>	<b>11,19</b>

Izvor: Simoneti, M., Bohm, M., Rojec, M., Damijan, J.P. i Majcen, B., isto

<sup>2</sup> Simoneti, M., Bohm, M., Rojec, M., Damijan, J.P. i Majcen, B. (2001.). *Secondary Privatization in Slovenia: Evolution of Ownership Structure and Company Performance Following Mass Privatization*. Warsaw: CASE, str. 26

Nekoliko je zanimljivih pokazatelja vezanih uz transformaciju vlasništva privatiziranog kapitala u Sloveniji.

Prvo, država i državni fondovi bili su najaktivniji kada se radilo o smanjenju uloge vlasnika u privatiziranim poduzećima (-13,71%). Sa druge strane, udio menadžera kao internih vlasnika u ovoj fazi značajno je povećan (5,17%) uz relativno smanjenje uposlenih u ulozi vlasnika (-2,19%). Zanimljivo je naglasiti da je udio eksternih vlasnika, naravno, najvećim dijelom povećavan u poduzećima na burzi, ali da su finansijski investitori značajniji akcenat stavili na stjecanje udjela u poduzećima koja nisu kotirala na burzi. Pojedinačno su najveći udio u ovoj fazi ostvarili strateški investitori, i to u poduzećima koja kotiraju na burzi (14,11%).

### *Hrvatska*

Proces privatizacije u Hrvatskoj odvijao se u talasima. Prvo je u godinama 1991. i 1992. došlo do značajnih rezultata, istina netransparentnog, modela privatizacije koji se dalje usporeno odvijao sve do 1995. U tom je razdoblju privatizirano ukupno 2553, ili 69,15% poduzeća sa 61,58% ili 12,44 mlrd eura državnog kapitala. Na kraju godine 1995. preostalo je za privatizaciju još 1139 poduzeća ili 30,85% kapitala.

U tabeli 3. sublimirani su rezultati provedene privatizacije do godine 1995.

*Tabela 3.*

#### HRVATSKA – REZULTATI PRVE FAZE PRIVATIZACIJE

	nominalno	%
Broj poduzeća	2553	100
Kapital (u milionima eura)	12.443	100
Broj dioničara	589.343	
Prosječan iznos kapitala (mil. eura)	4,75	
Prosječan broj dioničara	231	

Izvor: Bendeković, J. (2001).

Nakon toga Hrvatska se odlučila za kuponsku ili masovnu privatizaciju. Primjena ove faze privatizacije dogodila se 1998. Prodano je 1,9 mlrd eura kapitala - cjelokupan kapital 56 poduzeća ponuđenih u „nultom“ krugu i 29,78% ukupnog kapitala u 471 poduzeću koja su bila predmetom procesa kuponske privatizacije u tri slijedeća kruga.

Od završetka kuponske privatizacije, pa do danas privatizacija se u Hrvatskoj odvijala sporadično. Tome u prilog ide činjenica da se sada u portfelju Hrvatskog fonda za privatizaciju nalazi čak 965 poduzeća sa ukupnim neprivatiziranim kapitalom većim od 2,5 mlrd eura.<sup>3</sup>

No, prema podacima koji su dostupni u Komisiji za vrijednosne papire Hrvatske, suštinska je transformacija vlasništva privatiziranog kapitala u značajnom obimu zaživjela. Podaci iz tabele 4. uzeti su na osnovi pokazatelja o 10 dioničara sa najvećim udjelom za ukupno 216 dioničkih društava.

Na osnovu podataka iz navedene tabele zaključujemo da je 37% poduzeća pretrpjelo značajne izmjene u strukturi vlasnika privatiziranog kapitala u tijeku druge privatizacije, od čega je u trećini većinski vlasnik postao inostrani partner, 32% poduzeća pod dominantnim uticajem struktura vlasništva nastalih na osnovu masovne privatizacije, a 31% pod dominantnim uticajem pravnih lica. Ovo potonje uglavnom odražava netransparentnu privatizaciju na samom početku toga procesa u Hrvatskoj, a samo manjim dijelom intenzivnu aktivnost na tržištu kapitala.<sup>4</sup>

*Tabela 4.*

HRVATSKA - KONCENTRACIJA VLASNIŠTVA  
U DIONIČKIM DRUŠTVIMA

većinski vlasnik inostrani partner	26
većinski vlasnik 1 fizičko lice	13
koncentrirano vlasništvo fizičkih lica	17
koncentrirano vlasništvo pravnih i fizičkih lica	24
disperzirana struktura	41
većinsko vlasništvo fondova	28
većinsko vlasništvo pravnih lica	67
<b>UKUPNO</b>	<b>216</b>

Izvor: Komisija za vrijednosne papire RH i proračun autora

### *Češka*

Češka je bila prva država koja je inicirala koncept masovne privatizacija kao mehanizam brze tranzicije prema tržišno orijentiranoj ekonomiji. Velika pri-

<sup>3</sup> Od ovoga broja u 168 poduzeća država još uvijek kontrolira većinski paket dionica.

<sup>4</sup> U izvještajima Komisije za vrijednosne papire svake se godine objavljuju podaci o preuzimanjima poduzeća na burzi. Broj takvih slučajeva u kome su akteri preuzimanja bila domaća pravna lica je neznatan.

vatizacija, iako su postojala i dva manja prateća programa, bila je najvažniji dio tranzicije vlasništva u Češkoj ona je započela 1991., a zaključena je na početku godine 1995..

Češka je javnom ponudom plasirala 80% državnog kapitala. Obuhvaćeno je ukupno 988 poduzeća u prvom i 861 poduzeće u drugom talasu javne ponude dionica, a privatiziran je kapital od 9,25 mlrd eura (tabela 5.).

U ukupnoj strukturi vlasnika najznačajniju su ulogu odigrali privatizacijski investicioni fondovi, a upravo će oni obilježiti “treći talas” privatizacije ili transformaciju privatiziranog kapitala.

*Tabela 5.*

#### VAUČER PROGRAM U ČEŠKOJ

	1. talas	2. talas
Broj poduzeća uključenih u vaučer program	988	861
Vrijednost dionica ponuđenih javnom ponudom (mlrd eura)	5,35	3,90
Broj sudionika u javnoj ponudi (u milionima)	5,98	6,16
Udjel PIF-ova u dionicama transformiranim javnom ponudom (%)	72,2	63,5

Izvor: Blaszczyk, B., Hoshi, I., Woodward, R. (2003.).

Koncentraciju vlasništva u Češkoj nakon provedbe programa vaučer–privatizacije i velike privatizacije u cjelini karakteriziraju veoma zanimljivi trendovi (tabela 6.).

*Tabela 6.*

#### ČEŠKA – EVOLUCIJA SREDNJIH VRIJEDNOSTI INDEKSA VLASNIČKE KONCENTRACIJE

Godina	Broj opservacija	Srednja vrijednost C1	Srednja vrijednost C5
1	2357	55,88	94,02
2	3146	58,16	94,72
3	3635	60,07	95,36
4	1966	42,04	60,53
5	2024	46,54	64,89
6	1566	48,17	65,16
7	897	51,60	67,22

Izvor: Blaszczyk, B., Hoshi, I., Woodward, R., isto

Struktura vlasništva netom nakon provedbe velike privatizacije, iako s visokim stepenom koncentracije, u tijeku postprivatizacijskog razdoblja pretrpjela je značajne i izuzetno brze promjene, suprotne od očekivanih. Investitori, posebno PIF-ovi, preoblikovali su portfolio stečen u inicijalnoj fazi privatizacije.

Ovaj je proces bio prilično haotičan, a nije ga pratila ni odgovarajuća regulativa. Rezultat toga procesa bio je smanjenje koncentracije vlasništva već u prvoj godini “trećeg talasa” privatizacije. Indeks koncentracije za pet najvećih vlasnika smanjen je sa 95,36% na 60,53% u samo jednoj godini postprivatizacijskih transakcija sa dionicama.<sup>5</sup>

Ipak je, nakon 1996. proces transformacije vlasništva “od privatiziranog ka privatnom” normaliziran i indeksi koncentracije vlasništva počeli su se lagano povećavati u skladu sa očekivanjima.

Sa stanovišta koncentracije vlasništva prikazat ćemo relevantne podatke za najvećeg vlasnika (C1) i za pet najvećih vlasnika (C5).<sup>6</sup> Ovom prilikom uzorak čini 645 poduzeća koja su privatizirana javnom ponudom dionica za vaučere (40% ukupno privatiziranih poduzeća na taj način) i 105 poduzeća koja su na drugačiji način privatizirana u okviru programa velike privatizacije (tenderom ili izravnom prodajom).

*Tabela 7.*

ČEŠKA - EVOLUCIJA KONCENTRACIJE VLASNIŠTVA  
U RAZDOBLJU 1996 – 1999.

Godina	Broj poduzeća (vaučer privatizacija)	C1 Srednja vrijednost	C5 Srednja vrijednost
1	645	38,91	57,40
2	645	42,80	61,29
3	645	48,62	67,04
4	645	51,82	69,17
poduzeća privatizirana mimo javne ponude dionica			
1	105	32,85	39,67
2	105	32,57	42,73
3	105	36,44	47,74
4	105	37,96	50,32

Izvor: Blaszczyk, B., Hoshi, I., Woodward, R., isto

<sup>5</sup> Izvor je Praška burza dionica (PSE)

<sup>6</sup> Zanimljivo, suštinska je tranzicija vlasništva (privatizacija nakon privatizacije) bila predmetom naučnog istraživanja samo u prvih 10 godina tranzicije, tj. pet godina nakon završetka inicijalne privatizacije. Čak i radovi koji su na tu temu nastajali u posljednje vrijeme koristili su se podacima dobijenima u prvih pet godina nakon završetka inicijalne privatizacije.



U slučaju poduzeća koja su privatizirana javnom ponudom dionica prosječan je udio najvećega dioničara povećan veoma značajno. Naime, sa 39% u razdoblju od četiri godine, procentualni udio najvećeg vlasnika (C1) dosegao je skoro 52%. To praktično znači da je došlo do toga da u najvećem broju poduzeća jedan vlasnik potpuno kontrolira poslovanje privatiziranih poduzeća. Takav je trend isto tako slijedio udio pet najvećih vlasnika koji su u ovome razdoblju u prosjeku stekli novih 12% dionica i upravljali sa 69,11% privatiziranog kapitala.

Zanimljivo je da trend koncentracije vlasništva nije bio tako dinamičan kod poduzeća koja nisu privatizirana metodom javne ponude dionica. Naime, udio najvećega vlasnika povećan je sa 33% na svega 38%, a udio pet najvećih vlasnika jedva je prešao pedesetpostotni udio.

Objašnjenje je za pasivnije povećanje koncentracije vlasništva u poduzećima koja nisu prošla kroz javnu ponudu dionica to što vaučerska privatizacija nije uključivala priliku da strateški investitori sudjeluju u privatizaciji, a takva je prilika bila potpuno otvorena u drugim tehnikama velike privatizacije u Češkoj.

Zato je treći talas iskorišten da se nadoknadi propušteno kod poduzeća kojih je kapital inicijalno transformiran u privatni vaučerom, a u drugim je slučajevima dalja koncentracija vlasništva bila uglavnom rutinski posao.

### ***Poljska***

U poljskom su modelu privatizacije primijenjena generalno dva metodološka pristupa: 1) privatizacija kapitala (neizravna privatizacija) i 2) prodaja imovine poduzeća (izravna privatizacija).

Lizing je dominirao kao metod izravne privatizacije i na taj se način dogodio najveći broj tzv. buy-out privatizacija (prenos vlasništva uposlenim radnicima).

Od 2966 poduzeća koja su privatizirana u 699 slučajeva koristilo se lizingom imovine uposlenim radnicima, a 512 poduzeća transferirano je nacionalnim investicijskim fondovima.<sup>7</sup>

Procentualno učešće uposlenika (izuzev menadžera) u strukturi vlasništva stečenoga lizingom značajno je smanjeno u tijeku postprivatizacijskog razdoblja - sa 51%, odmah nakon privatizacije na svega 31,5% u razdoblju «druge» privatizacije.

Istovremeno je udio dioničara izvan poduzeća značajno povećan: sa 7,6% na 38,5%. Posebno značajnu ulogu odigrala je struktura koju običavamo zvati strateškim investitorima (u ovom slučaju uglavnom domaći) sa 38,5% udjela u suvlasništvu dioničara izvan poduzeća (tabela 8.).

---

<sup>7</sup> Kozarzewsky, P., Woodward, R. (2003.). *Ownership and Performance of Firms Privatised by Management – Employee Buyouts*. New York: Palgrave – Macmillan, str. 92

*Tabela 8.*

**POLJSKA - STRUKTURA VLASNIKA U PODUZEĆIMA  
POD LIZINGOM UPOSLENICIMA**

<b>Dioničar</b>	<b>1. godina</b>	<b>2. godina</b>	<b>3. godina</b>	<b>4. godina</b>
<b>Eksterni</b>				
1. Strateški investitori (domaći i strani)	1,4	9,0	15,2	17,1
2. Ostali domaći eksterni dioničari				
* privatna poduzeća	0	0,6	1,5	2,1
* komercijalizirana poduzeća	0	0,4	0,4	0
* privatne banke	0	0	0	0
* državne banke	0	0	0	0
* biznismeni	4,2	4,3	5,1	6,4
* ostali	2,0	7,0	9,2	12,9
3. Ostali strani investitori	0	0,1	0,1	0
<b>Interni</b>				
4. Članovi nadzornih odbora	9,4	10,6	6,1	3,9
5. Članovi uprave	8,7	13,4	15,1	14,2
6. Ostali menadžeri	15,6	13,6	15,5	11,9
7. Ostali uposlenici	58,7	41,0	31,8	31,5
<b>UKUPNO</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Izvor: Frydman, R., Rapaczynski, A., Earle, S.J. (1993.).

Transfer kapitala investicijskim fondovima podrazumijevao je distribuciju 60% dionica svakog poduzeća na vodeći fond, a ostatak na preostalih 14 fondova. Takva je distribucija kapitala imala cilj uspostaviti efikasno korporativno upravljanje uz vodeću poziciju jednoga od fondova. Tako je svaki od fondova dobio vodeću ulogu u 34-35 poduzeća i skoro 480 monitoring uloga u drugim poduzećima.

U prve tri godine pošto je omogućena privatizacija fondova došlo je do drastičnih izmjena u strukturi vlasništva i pasivizacije uloge države u upravljanju fondovima (tabela 9).

Tabela 9.

### KONCENTRACIJA VLASNIŠTVA U INVESTICIONIM FONDOVIMA POLJSKE

Tip vlasnika	1. godina	2. godina	3. godina	4. godina
Država	16,1	16,1	16,0	13,4
Mali dioničari	77,3	58,8	42,7	40,8
Strateški investitori	6,6	24,7	36,8	39,8
Ostali fondovi		0,4	4,5	6,0
UKUPNO	100	100	100	100

Izvor: Frydman, R., Rapaczynski, A., Earle, S.J., isto

Očito je da su mali dioničari u relativno kratkome vremenskome razdoblju izgubili značajnu kontrolu nad upravljanjem nacionalnim investicionim fondovima u korist strateških investitora. Promjena u strukturi vlasništva nacionalnih investicionih fondova Poljske jasno odražava suprotstavljenost ciljeva na makro- i mikroekonomskoj razini.

### *Mađarska*

Mađarski model privatizacije paradigma je fleksibilnoga pristupa i mikroekonomske orijentacije. Posebna crta mađarske privatizacije gotovo je potpuno oslanjanje na privatizaciju „od slučaja do slučaja.“ U prve dvije godine taj su proces kreirali menadžeri u poduzećima, praktično bez kontrole države. Poslije toga su doneseni određeni zakoni i uspostavljena je Agencija za državnu imovinu, ali nikada nije došlo do značajnije uloge države u centraliziranju toga procesa zbog neuspjeha Agencije da ubrza privatizaciju.

Privatizaciju u Mađarskoj zato dijelimo u nekoliko prepoznatljivih kategorija: 1) spontana privatizacija (joint-venture ili prodaja imovine), 2) aktivna privatizacija (privlačenje investitora), 3) samo-privatizacija (neovisan postupak uz podršku ovlaštenog konsultanta), 4) privatizacija koju su inicirali investitori i 5) prodaja dionica po preferencijalnim uvjetima uposlenim radnicima (do 15%).

Tako decentralizirani model privatizacije u Mađarskoj, koji istovremeno nije uključivao i mehanizam masovne privatizacije, rezultirao je najznačajnijim učešćem stranih investitora u fazi primarne transformacije državnog kapitala u usporedbi sa svim ostalim zemljama Centralne i Istočne Evrope (tabela 10.).

*Tabela 10.*

**STRUKTURA VLASNIKA KAPITALA U MAĐARSKOJ  
 U TIJEKU PRIVATIZACIJE (U%)**

	godina 1	godina 2	godina 3	godina 4	godina 5
Domaći privatni vlasnici	29,0	32,9	35,2	34,7	38,2
Strani investitori	16,1	18,9	28,4	31,5	35,3
Ukupno privatizirano	45,1	51,8	63,6	66,2	73,5
Državno vlasništvo	54,9	48,2	36,4	33,8	26,5

Uzmemo li u obzir da su u strukturi domaćih privatnih vlasnika sa 14% zastupljeni uposleni radnici, zaključujemo da je udio stranih investitora u privatizaciji u Mađarskoj daleko najveći. U godinama nakon transformacije vlasništva državnog kapitala uslijedio je neznatan proces koncentracije vlasništva koji predstavljamo u slijedećoj tabeli.

*Tabela 11.*

**MAĐARSKA - UDIO ZNAČAJNIH DIONIČARA U UKUPNOM  
 VLASNIŠTVU PRIVATIZIRANOG KAPITALA**

<b>Godina</b>	<b>Srednja vrijednost</b>
1	66,8
2	65,3
3	63,4
4	68,3
5	69,6

Izvor : Budapest stock exchange – Company fact book ('96-00)

*Pregled 1.*MODEL PRIVATIZACIJE I OPSEG PROMJENA U STRUKTURI KAPITALA  
TIJEKOM „DRUGE“ PRIVATIZACIJE

Država	Model privatizacije i ciljevi	Značajni vlasnici dionica	Opseg promjena u drugoj privatizaciji	Opis promjena
Slovenija	interna privatizacija	uposlenici i menadžeri	16 %	Kvazidržavni fondovi i država umanjili svoj uticaj u korist eksternih suvlasnika;
Hrvatska	1. faza izravna privatizacija; 2. faza kuponska privatizacija;	1. faza pravna lica 2. faza PIF-ovi i kvazidržavni fondovi;	37 %	Svoj uticaj umanjila pravna lica i fondovi, a u korist eksternih vlasnika (trećina inozemni);
Češka	masovna privatizacija	privatizacijski fondovi	-27 %	Fondovi značajno umanjili svoj udio u vlasništvu, a u korist domaćih i stranih kompanija;
Poljska	1. izravna privatizacija- lizing; 2. neizravna privatizacija - nacionalni investicioni fondovi	1. lizing - zaposlenici; 2. NIF- mali dioničari	lizing 21,4 % NIF 23,2 %	Domaće i strane pravne osobe osigurale značajno učešće na uštrb uposlenika i malih dioničara;
Mađarska	privatizacija orijentirana na poduzeće	domaće pravne osobe 38,2%; strane pravne osobe 35,3%;	2,8 %	Praktično druge privatizacije nije bilo

## Zaključna razmatranja

Na osnovu analize podataka o promjenama u strukturama vlasnika privatiziranog kapitala u godinama postprivatizacijskog razdoblja predstavljeni su u Pregledu 1. osnovni parametri vezani uz inicijalni model privatizacije i uz opseg promjena u tijeku druge privatizacije.

Iz Pregleda se može zaključiti da su se, u svim slučajevima u kojima su prilikom dizajniranja modela privatizacije dominirali makroekonomski i politički ciljevi, desile značajne promjene strukture vlasnika privatiziranog kapitala u razdoblju druge privatizacije. Čak su i nepovoljan institucionalni okvir i pravni okvir za transformaciju vlasništva nakon privatizacije imali samo ograničene efekte na rezultate postprivatizacijske transformacije vlasništva.

Značajna aktivnost u razdoblju druge privatizacije podrazumijevala je da prvobitna transformacija vlasništva nije dovela do strukture vlasnika kapitala koja može održati poduzeće u okolnostima liberalnog tržišta.

Sve dok strukture vlasnika kapitala ne budu sposobne osigurati potrebna restrukturiranja poduzeća izvjesna su dva procesa: 1) gubici u poslovanju zbog loših performansi poslovanja i 2) značajnija izmjena strukture vlasnika privatiziranog kapitala. Ako se, pak, na duže vremensko razdoblje ne poduzmu ni restrukturiranje poduzeća, niti izmjena strukture vlasnika, može se očekivati potpuni kolaps poduzeća i njegov stečaj.

Prema tome, stupanj do kojeg su u fazi privatizacije zastupljeni interesi poduzeća na mikroekonomskoj razini u izravnoj je relaciji sa opsegom druge privatizacije.

To treba imati na umu prilikom kreiranja politike privatizacije neprivatiziranog komercijalnog sektora, ali i svake druge aktivnosti koja mora voditi privatizaciji određenih usluga koje su u dosadašnjem razdoblju imale karakter javnih.

## LITERATURA

1. Bendeković, J. (2001.). «Privatizacija u Hrvatskoj». *Zbornik radova HAPK*. Zagreb.
2. Blaszczyk, B. Hoshi, I., Woodward, R. (2003.). *Secondary Privatization in Transition Economies*. New York: Palgrave Macmillan Press.
3. Bortolotti, B., Siniscalco, D. (2004.). *The Challenges of Privatization*. London: Oxford University Press.
4. Frydman, R., Rapaczynski, A., Earle, S.J. (1993.). *The Privatization Process in Central Europe*. London: CEUP.
5. Hodge, G.A. (2000.). *Privatization – An International Review of Performance*. Colorado: Westview.

6. Kozarzewsky, P., Woodward, R. (2003.). *Ownership and Performance of Firms Privatized by Management-Employee Buyout*. New York: Palgrave – Macmillan Press.
7. Simoneti, M., Bohm, M., Rojec, M., Damijan, J.P. i Majcen, B. (2001.). «Secondary Privatization in Slovenia : Evolution of Ownership Structure and Company Performance Following Mass Privatization». CASE, Warsaw.

## THE MODEL OF PRIVATIZATION AND THE OWNERSHIP TRANSFORMATION OF PRIVATIZED CAPITAL

### Summary

This paper examines the impact of the initial privatization model on companies ownership concentration during second privatization. We analyze the data provided from the five transitional countries including Slovenia, Czech, Poland, Hungary and Croatia. Privatization models oriented to the macro-economic and political objectives cause very active fluctuation of privatized capital during second privatization period. Institutional framework has very limited impact on the flows in the second privatization phase – microeconomic objectives prevail. Croatia, Slovenia, Poland and Czech have witnessed significant changes in economically motivated ownership transformation of the privatized capital while Hungary as a country whose privatization was oriented primarily to the micro-economic objectives practically faced no changes in the companies ownership structure. The conclusion of this paper should be very useful not only for the privatization policy makers in all transitional countries where privatization is still taking place, but also to all governments facing privatization challenges in the future.

Key words: models of privatization, privatized capital, countries in transition